
25.04.2024

Perspectivas de la economía española y fondos NGEU

Asociación para el Progreso de la Dirección (APD)

Madrid

Margarita Delgado

Subgobernadora

Señoras y señores:

Agradezco a la Asociación para el Progreso de la Dirección su invitación. Querría aprovechar esta ocasión para explicar la visión del Banco de España sobre **las perspectivas de la economía española**.

Para ello, comenzaré explicando el **entorno internacional**, cuya evolución reciente se caracteriza por **tres grandes tendencias**.

En primer lugar, la actividad económica mundial mantuvo en 2023 un dinamismo mayor que el esperado, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria y de la incertidumbre geopolítica. Así, según las últimas previsiones del FMI, el crecimiento mundial en 2023 se ralentizó menos de lo esperado, hasta el 3,2 %, y se mantendrá en esa cifra en los dos siguientes años. No obstante, la heterogeneidad por áreas geográficas está siendo significativa, contrastando, por ejemplo, la revisión al alza en el crecimiento del PIB de Estados Unidos y China, con la desaceleración experimentada en el **área del euro**, cuyo **crecimiento continúa mostrando una notable debilidad**.

En segundo lugar, es destacable la continuación del proceso desinflacionario a escala global, influido por el desvanecimiento de las perturbaciones de oferta de años precedentes, aunque la inflación subyacente estaría mostrando cierta resistencia en algunas áreas, como Estados Unidos. El endurecimiento acumulado de la política monetaria también habría contribuido significativamente a contener las presiones inflacionistas.

En tercer lugar, los mercados financieros internacionales han experimentado movimientos significativos en los últimos meses, observándose ganancias bursátiles y aumentos en los tipos de interés a largo plazo. Al mismo tiempo, se descuenta que los bancos centrales de las principales economías avanzadas –incluyendo el Banco Central Europeo– no tardarán en reducir sus tipos de interés oficiales, si bien las fechas previstas para los recortes de tipos se habrían retrasado recientemente en el caso de la Reserva Federal de EE.UU.

En este contexto, la actividad económica en España mostró un dinamismo más elevado de lo inicialmente previsto en 2023, y superior al de la UEM. En particular, el PIB español aumentó un 2,5 % en el conjunto del año, lo cual contrasta con un crecimiento de apenas el 0,4 % en el área del euro. Asimismo, cabe destacar el elevado dinamismo registrado en el cuarto trimestre de 2023 en España, que experimentó una aceleración –con un crecimiento intertrimestral del 0,6 %– frente al crecimiento nulo del área del euro en el mismo período.

No obstante, la composición del crecimiento observado a finales de 2023 deja entrever algunos elementos de incertidumbre, en particular Debido a la inversión y el consumo privado. Estos elementos habitualmente constituyen los principales soportes de crecimiento estable para cualquier economía Y habrían mostrado un comportamiento peor del esperado. **Desde una perspectiva temporal más amplia, la inversión ha presentado desde la pandemia un dinamismo notablemente menor que la actividad, con una**

evolución particularmente débil de los componentes de transporte y vivienda. Por sectores, mientras que la ratio de inversión pública sobre PIB en 2023 se situó claramente por encima de su nivel pre-pandemia, la de inversión privada sobre PIB aún estaba más de 10 puntos por debajo. Analizando estas dinámicas a nivel de empresa a partir de la información de la Central de Balances del Banco de España¹, se puede concluir que una parte de este comportamiento se explica por una menor proporción de empresas que invierten, en particular en aquellos sectores más afectados por la pandemia, así como por la caída de la inversión en las empresas jóvenes.

Además, la productividad sigue registrando una notable debilidad, lo que podría actuar como un factor limitante del crecimiento económico a medio y largo plazo. Esta atonía de la productividad estaría contribuyendo, en parte, a un aumento de los costes laborales unitarios que podría redundar en posibles pérdidas de competitividad internacional.

En este contexto, los indicadores coyunturales más actualizados sugieren que la actividad económica en España continuaría mostrando un dinamismo notable en los primeros meses de 2024. En esta dirección apuntan los datos de afiliación a la Seguridad Social (con un crecimiento del 0,7 % en el primer trimestre con respecto al anterior) y los índices de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés), cuyos índices compuestos, se situaron en marzo en su mayor nivel desde mayo del año pasado.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento de la economía española para los próximos años se mantienen relativamente favorables. En particular, de acuerdo con las últimas proyecciones del Banco de España, se prevé que la tasa de avance del PIB se sitúe en el 1,9 % en 2024 y 2025, para converger de forma gradual hasta situarse al final del horizonte de proyección en niveles más cercanos a la capacidad de crecimiento potencial de la economía española –con un crecimiento del PIB del 1,7 % en 2026–. Entre los factores de soporte que subyacen a estas perspectivas, cabe destacar la reactivación paulatina de la economía europea y la disipación gradual del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, la recuperación de las rentas reales de los agentes económicos, el crecimiento poblacional previsto y el impulso fiscal proveniente del programa Next Generation EU (NGEU). En sentido contrario, la acusada debilidad de la inversión y el pobre desempeño de la productividad en los últimos trimestres incidirán negativamente sobre el ritmo de avance futuro de la actividad. También, el agotamiento de algunos vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento –relacionados con la corrección de algunas de las perturbaciones de oferta que lastraron la actividad en 2021 y 2022– tendrán impacto negativo en la actividad.

Respecto a la evolución reciente de los precios, la inflación general (IAPC) se situó en el 3,3 % en marzo, frente al 2,9 % registrado en febrero y el 3,5 % de enero. El aumento en marzo se explica, principalmente, por el incremento de los precios de la energía y, en menor medida, de los servicios. De hecho, **los precios energéticos volvieron a registrar tasas positivas, tras quince meses consecutivos de descensos interanuales, marcados por la evolución de los precios de la electricidad, que aumentaron un 6,9 %**

¹ Véase González Simón, M., Jiménez García, B. y C. Martínez Carrascal (2024). “Un análisis desagregado de la inversión empresarial desde el inicio de la pandemia”, Artículo de Boletín del Banco de España de próxima publicación

interanual debido a que en marzo el IVA de la electricidad volvió a su nivel habitual del 21 %². Por su parte, los precios de los alimentos mantuvieron su senda de desaceleración, creciendo un 4,3% en marzo, casi un punto menos que en febrero. La inflación subyacente, por su parte disminuyó en 0,2 pp su tasa interanual en marzo, hasta el 3,1 %, debido a la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos —con una caída de la tasa interanual de 0,7 pp, hasta el 0,8 %—. Esta caída se ha visto parcialmente compensada por el ligero incremento de los precios de los servicios, que se han mantenido en tasas cercanas al 4 % durante varios meses consecutivos, en parte, por el comportamiento de aquellos más ligados al turismo.

De cara al futuro, el último ejercicio de proyecciones del Banco de España contempla que la inflación retome una senda descendente en los próximos meses, por una moderación gradual en el ritmo de avance de los precios de los alimentos y en la inflación subyacente, que más que compensará el repunte esperado en la contribución del componente energético. Teniendo en cuenta todos estos elementos, la inflación general se reducirá gradualmente desde el 3,4 % observado en el promedio de 2023 hasta el 2,7 % en 2024, el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026. Por su parte, la inflación subyacente, que en 2023 se situó, en promedio anual, en el 4,1 %, se reducirá hasta el 2,2 % en 2024, y registrará un ligero descenso adicional en el bienio posterior.

En lo que se refiere a los riesgos en torno a estas proyecciones, estos se encontrarían orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación a la inflación.

La principal fuente de riesgo sigue siendo la incertidumbre geopolítica a escala global y, en particular, la posibilidad de una escalada en los conflictos bélicos en Ucrania y en Oriente Medio. En relación con este último, el aumento de las tensiones en la zona del Mar Rojo a lo largo de los últimos meses ha dado lugar a un marcado repunte de los costes de transporte marítimo, a lo que se une el riesgo de una posible escalada del conflicto entre Irán e Israel.

El impacto sobre la actividad y los precios del endurecimiento acumulado de la política monetaria supone otra fuente de incertidumbre relevante. En este sentido, la debilidad —mayor de lo previsto— de la actividad económica en el área del euro en los últimos trimestres podría indicar una transmisión de la política monetaria algo más intensa de la esperada. También apuntarían en esta dirección las sorpresas a la baja que se han producido, de forma bastante frecuente en los últimos trimestres, en la evolución del crédito al sector privado.

Asimismo, la reactivación y reforma de las reglas fiscales a nivel europeo introduce un riesgo sobre el escenario central de las actuales proyecciones, que puede ser significativo en el caso de la economía española, teniendo en cuenta su elevado nivel de endeudamiento y déficit estructural público. El cumplimiento de dichas reglas requerirá el diseño y la implementación de un **plan de consolidación fiscal a medio plazo** que permita una corrección del déficit público estructural más acusada que la contemplada

² De acuerdo al RDL 8/2023, de 27 de diciembre, el IVA de la electricidad se situará en el 10% siempre que el precio medio aritmético del mercado diario correspondiente al último mes natural haya superado los 45 €/MWh, y en el 21% si el precio es inferior. En febrero, dicho precio medio fue de 40 €/MWh y, por tanto, el IVA retornó al 21% en marzo.

en las proyecciones del Banco de España. Si bien el impacto económico de dicho plan de ajuste es incierto –y dependerá críticamente de cómo esté diseñado–, su implementación acarrearía, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección. Este impacto se podría ver reducido si estuviera acompañado de reformas estructurales ambiciosas.

Otras fuentes de incertidumbre significativas sobre el escenario central de las proyecciones para la economía española proceden del ámbito doméstico, y tienen que ver con posibles efectos de segunda vuelta sobre la inflación. Por un lado, un aumento de los salarios y/o de los márgenes empresariales mayor que el anticipado implicaría una senda de inflación más elevada que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones. Aunque hasta ahora no se han observado indicios de un proceso de retroalimentación entre precios, salarios y márgenes, se debe mantener la vigilancia sobre esta situación. Esto es relevante en un contexto en el que el dinamismo de la remuneración por asalariado está siendo mayor que el correspondiente a los salarios pactados en convenio y el mercado de trabajo está mostrando un notable grado de tensionamiento³.

Finalmente, a este balance de riesgos se une la incertidumbre con respecto a la implementación de los fondos europeos vinculados al NGEU. Permítanme que realice una primera reflexión sobre algunas características de la ejecución de este programa hasta la fecha, y los efectos que cabría esperar a futuro.

Hasta la fecha, según fuentes oficiales, se habrían resuelto convocatorias relacionadas con estos fondos por valor de 34.000 millones de euros, cerca de la mitad de las transferencias esperadas dentro del programa más importante del NGEU, el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), a la espera del despliegue del componente de préstamos.

Aunque todavía no se dispone de datos que permitan evaluar el impacto real de estos fondos en la economía, la evidencia disponible sugiere que las licitaciones vinculadas al MRR se están asignando a empresas más grandes que en otras licitaciones públicas previas (no relacionadas con el MRR). Además de presentar un mayor tamaño, las empresas adjudicatarias de estas licitaciones son significativamente más productivas y “maduras”, presentan un mejor acceso a la financiación bancaria, y sufrieron una menor caída en sus ventas durante la pandemia. Al contrario, las subvenciones vinculadas al MRR se están asignando a empresas comparativamente más pequeñas que en el caso de otras subvenciones, una dinámica parcialmente explicada por la importancia del Kit Digital⁴.

Estas consideraciones sobre el proceso de licitación y concesión de ayudas del MRR es especialmente relevante dado que la misma cuantía de estímulo puede tener un efecto económico diferente según la composición de las empresas receptoras. Así, la introducción de un sesgo en el proceso de licitación que favoreciese a empresas pequeñas

³ Véase [Ghomi, Hurtado y Montero \(2024\)](#).

⁴ Véase Aguilar García, E., Alloza Frutos, M., Mata, T. D. L., Moral Benito, E., Portillo-Pampin, I., y D. Sarasa-Flores (2023). [Una primera caracterización de las empresas receptoras de fondos NGEU en España](#). Documentos Ocasionales Banco de España, 2321.

podría aliviar sus restricciones financieras, lo que permitiría acelerar su crecimiento⁵. Por el contrario, un sesgo hacia empresas más grandes podría tener un efecto económico más rápido, dado que estas entidades presentan ya un mayor nivel de productividad más elevado.

En segundo lugar, cabe destacar que el MRR se focaliza en inversiones relacionadas con la transformación digital y climática, que puede desencadenar un intenso proceso de reasignación sectorial. En estudios recientes, una parte relevante del impacto económico de los fondos, en torno a un tercio del efecto total, podría derivarse de la propagación del estímulo económico a través de las interdependencias sectoriales de nuestra estructura económica⁶. En este sentido, resulta esencial que este proceso de reasignación sectorial ocurra de la manera más fluida posible, un fenómeno que se vería favorecido por la reducción de las rigideces en el mercado laboral que puedan limitar la capacidad de las empresas para cubrir puestos de trabajo especializados.

En tercer lugar, el impacto transformador de los fondos MRR depende, en última instancia, de la **selección de proyectos que puedan aumentar la capacidad productiva del país**, de tal forma que estos tengan un fuerte componente innovador y una alta complementariedad con la iniciativa privada⁷.

En resumen, el diseño y la ejecución del programa MRR suponen un considerable desafío para el sector público. De su capacidad para gestionar de forma eficaz y eficiente el cuantioso volumen de fondos que nuestro país termine recibiendo dependerán en gran medida tanto la senda de crecimiento de la economía española a corto plazo como nuestro potencial de crecimiento a medio y largo plazo. Para ello, es fundamental una selección rigurosa de los proyectos, así como llevar a cabo un proceso de evaluación en tiempo real, que permita identificar y corregir las posibles deficiencias que puedan surgir, tanto en materia de procedimientos como en la propia evolución de los proyectos financiados. En este sentido, la enorme complejidad que subyace a la gestión de estos fondos aconseja un elevado grado de transparencia, de manera que todo este proceso acabe suponiendo una mejora en la confianza de la población acerca de sus instituciones.

⁵ Véase Giovanni, J. D., García-Santana, M., Jeena, P., Moral Benito, E., y J. Pijoan Mas (2022). [Buy Big or Buy Small? Procurement Policies, Firms' Financing and the Macroeconomy](#). Documentos de Trabajo, Banco de España, n. 2233.

⁶ Véase Fernandez-Cerezo, A., Moral-Benito, E., y J. Quintana (2024). "On the macroeconomic impact of NGEU funds and its propagation through the production network". *Economic Modelling*, vol. 132.

⁷ Véase Domínguez-Díaz, R., Hurtado, S. y C. Menéndez (2024). [The medium-term effects of investment stimulus](#). Documentos de Trabajo, Banco de España, n. 2402